

Materiales de Construcción
& Construcción
Venezuela
Análisis de Crédito

C.A. Venezolana de Pinturas

Calificaciones

Nacional de Largo Plazo	A-(ven)
Nacional de Corto Plazo	F-2(ven)
Emisión PC-2009-I	A3

Información Financiera

C.A. Venezolana de Pinturas

(M VEF)	30/09/09 UDM	31/12/08
Activo Total	326.912	310.025
Patrimonio	117.456	121.024
Ingresos	479.571	459.320
EBITDA	107.577	76.092
Deuda Total	69.902	63.070

Moneda constante de septiembre 2009.

Analistas

Hilario Ramírez
+58 212 286 3844
hilario.ramirez@fitchratings.com

Julio Ugueto
+58 212 286 3232
julio.ugueto@fitchratings.com

Fundamentos

- Las calificaciones asignadas reflejan la mejora registrada en sus indicadores de cobertura, apalancamiento y liquidez producto del aumento del margen EBITDA de la empresa reflejo del enfoque de sus ventas hacia los segmentos de mayor rentabilidad. De esta forma, para el período de 12 meses culminado el 30 de septiembre de 2009, la relación de EBITDA a gastos financieros se ubicó en 7,1 veces, con un apalancamiento de 0,7 veces y una cobertura del servicio de deuda a través del EBITDA de 1,6 veces, valores considerados adecuados y cónsonos con la calificación asignada.
- Las calificaciones incorporan la posición de liderazgo de C.A. Venezolana de Pinturas (CAVP) en el mercado de pinturas, gracias a su amplio portafolio de productos y a la solidez alcanzada por sus marcas en los últimos años, siendo que, de acuerdo a información suministrada por la gerencia, las marcas de CAVP mantienen actualmente una participación de mercado de 26%.
- Por otro lado, las calificaciones consideran la alta concentración de las ventas de CAVP. Al cierre del año 2008, el principal cliente representó el 17% de los ingresos, mientras que los primeros 5 clientes constituyen el 45% de los despachos de CAVP. No obstante, este riesgo de concentración es parcialmente mitigado por estabilidad en la relación comercial de la empresa con sus principales clientes.
- CAVP al formar parte de un grupo económico, mantiene importantes transacciones con otras empresas integrantes del mismo. Al cierre del año 2008, CAVP mantenía 20 millones y 57 millones de bolívares de cuentas por cobrar y por pagar, respectivamente, derivadas de transacciones comerciales, financieras y de servicios.
- Los precios de las materias primas siguen los ciclos del mercado petrolero, siendo que a la fecha éstos se han reducido con relación al promedio del año 2008. Por su parte, CAVP ha compensado con el aumento del precio de sus productos, el encarecimiento de los insumos importados asociado al mayor costo de obtención de divisas.
- Fitch estima que a corto plazo las operaciones de la empresa se vean afectadas por un ciclo recesivo de la economía venezolana, lo cual en un contexto de un adecuado margen EBITDA, se reflejaría en indicadores de apalancamiento y cobertura acordes con la calificación asignada.

Elementos Claves de la Calificación de Riesgo

Las calificaciones asignadas pudieran ser incrementadas por mayores aumentos en el margen EBITDA de la empresa que se refleje en importantes mejoras en sus niveles de cobertura y apalancamiento. Por su parte, las calificaciones asignadas podrían ser reducidas por el registro en lo adelante de un agudo proceso recesivo por parte de la economía interna que limite la capacidad de generación de caja de la empresa.

Perfil

CAVP es una empresa fundada en el año 1953, dedicándose al desarrollo, producción y comercialización de pinturas, acabados y revestimientos para uso decorativo, industrial y automotriz.

Perfil

CAVP es una empresa fundada en el año 1953, dedicándose al desarrollo, producción y comercialización de pinturas, acabados y revestimientos para uso decorativo, industrial y automotriz.

Las acciones de la empresa son totalmente poseídas por la empresa Corporación Grupo Químico (CGQ). Desde mayo del año 2007, la empresa Proninsa, S.A. constituye el único accionista de la empresa. Proninsa, S.A. pertenece al grupo industrial colombiano Inversiones Mundial, consorcio con experiencia de más de 80 años en el sector químico y de pinturas, principalmente, operando en la Región Andina y Centroamérica, incursionando adicionalmente en la Región de Mercosur y México, siendo que proporciona soporte operativo a las actividades de CAVP.

CAVP fue fundada bajo el nombre de Sherwin Williams Venezolana, siendo que mantuvo convenios de asistencia tecnológica con esta compañía norteamericana por cerca de 50 años, los cuales culminaron una vez se incorporó el nuevo accionista.

Presentación de cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros consolidados de CAVP, auditados por Espiñeira Sheldon & Asociados firma miembro de Price Waterhouse para los ejercicios finalizados el 31 de diciembre de 2007 y 2008, así como los estados financieros auditados por Alcaraz Cabrera Vazquez, firma miembro de KPMG, para los ejercicios finalizados el 31 de diciembre durante el periodo 2002-2006. Igualmente se consideraron los estados financieros para el corte de nueve meses culminado en septiembre de 2009. Los estados financieros para los dos últimos ejercicios y el corte a septiembre 2009 siguen las normas VEN-NIIF establecidas por la Comisión Nacional de Valores e incluyen el efecto de la inflación.

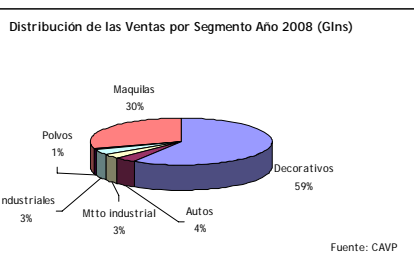
Adicionalmente, durante el año 2007, el Gobierno Nacional decidió realizar un proceso de reconversión monetaria, cuyas bases fueron establecidas en la Ley de Reconversión Monetaria, publicada en la Gaceta Oficial Nro. 38.617 del 1ero de Febrero del año 2007. Allí se establece que a partir del 1ero de Enero del año 2008, la unidad monetaria debe ser reexpresada en el equivalente a 1.000 bolívares de los existentes hasta el año 2007. En tal sentido, para la elaboración del presente reporte, Fitch hará referencia a los valores expresados en moneda nacional como "Bolívares Fuerte" y, en los casos que aplique, colocará entre paréntesis la cifra que haya sido expresada en bolívares vigentes hasta el año 2007.

Operaciones

Los ingresos de CAVP provienen de la producción y comercialización de pinturas y recubrimientos en el mercado venezolano, atendiendo los segmentos decorativo, industrial y automotriz. La empresa cuenta con una planta ubicada en la ciudad de Valencia, Estado Carabobo, con una capacidad de producción de cerca de 2 millones de galones mensuales, la cual está actualmente utilizada en un 70%.

En primer lugar, el segmento decorativo incluye las pinturas en base a agua destinadas a viviendas y edificaciones, texturizados, así como barnices usados fundamentalmente a superficies de madera. Por su parte, la empresa fabrica pinturas automotrices utilizadas en el ensamblaje de vehículos, el repintado de los mismos y por empresas productoras de autopartes.

Por su parte, CAVP elabora productos destinados al mantenimiento industrial, para el sector petrolero, petroquímico y de empresas básicas; de mantenimiento liviano para la pequeña y mediana empresa, así como, para uso marino (pequeñas embarcaciones). Igualmente, se encuentra el segmento industrial conformado por lacas, pinturas para carpintería metalmeccánica y demarcación vial, revestimientos para envases metálicos, así



como pinturas en polvo utilizados por los fabricantes de línea blanca y autopartes.

Por último, se encuentra el segmento de maquila, el cual consiste en la producción de pinturas fundamentalmente para ser vendidas a empresas relacionadas al costo y ser comercializadas posteriormente por éstas bajo las marcas Pintuco y Pinturas Internacional.

Debe destacarse que durante los últimos años, las pinturas decorativas se han constituido como el principal segmento de ventas de la compañía, siendo que su participación en el volumen de ventas ha registrado una tendencia creciente, alcanzando una participación de 59% en el año 2008.

Por su parte, las ventas de pinturas mantienen una alta correlación con las variaciones del Producto Interno Bruto (PIB). En primer lugar, el mayor dinamismo en la construcción de edificaciones y viviendas se refleja en una mayor demanda de pinturas, aún cuando pudiera registrarse cierto desfase entre la variación del PIB y las ventas de pinturas, considerando que éstas son utilizadas en las etapas finales de la construcción. En segundo lugar, el crecimiento económico se refleja en un mayor poder adquisitivo por parte de la población, la cual pudiera incrementar su gasto en remodelación o mantenimiento de sus viviendas, que incluye la adquisición de pinturas.

De esta forma, durante el año 2008, el crecimiento del PIB real en 5% respecto al año 2007 ha determinado un incremento del volumen de ventas de CAVP, las cuales han registrado una variación de 5% en el período (fundamentalmente los segmentos decorativos y maquila), para alcanzar 12,9 millones de galones.

Debe destacarse la marcada estacionalidad del negocio de pinturas, siendo que durante el primer semestre del ejercicio fiscal solo se realiza el 30% de las ventas, mientras que el resto de los ingresos son percibidos para la segunda mitad del año, debido al mayor gasto público y el crecimiento del poder adquisitivo de la población (asociado al incremento de las remuneraciones recibidas). Esto proporciona una gran importancia a la capacidad de financiamiento de la empresa dadas las mayores necesidades de capital de trabajo durante el segundo semestre del año fiscal.

Para el año 2009, se espera un entorno económico recesivo producto del descenso de los precios del petróleo y por ende de un menor gasto e inversión pública con relación al año 2008, lo cual implicará un decrecimiento de las ventas del sector pinturas.

Las ventas de la empresa se llevan a cabo de manera directa a cadenas de ferreterías e hipermercados, clientes industriales, así como a ferreterías independientes, a través de una fuerza de ventas de 26 ejecutivos distribuidos en todo el país. Por otro lado, los productos de CAVP son distribuidos por medio de 5 mayoristas independientes y a través de la cadena de tiendas Pintacasa (filial de CAVP hasta noviembre del año 2007, siendo vendida a CGQ, accionista de la empresa), la cual cuenta con 10 tiendas propias y 50 adicionales que operan bajo el mecanismo de franquicia.

Dada esta estructura de los canales de distribución, las ventas de la empresa registran una elevada concentración. Para el año 2007, el principal cliente representaba el 20% de los ingresos, mientras que los primeros 5 clientes constituían el 50% de los despachos de CAVP. Sin embargo, en el año 2008, la empresa destinó una mayor proporción de sus ventas hacia distribuidores y tiendas especializadas a fin de reducir los niveles de concentración, siendo que para dicho año el principal cliente representó un 17% de las ventas, mientras que los cinco primeros constituían un 45% de las mismas. Debe destacarse, que este riesgo es parcialmente mitigado en la actualidad por la larga data de las relaciones comerciales de la empresa con sus principales clientes. Asimismo, la reducción de los niveles de concentración de las ventas constituye un importante reto para CAVP a mediano plazo.

Variación % de Ventas Vs. PIB

2004 2005 2006 2007 2008

— Ventas
— PIB

Fuente: CAVP y BCV. Cálculos Fitch.

Por su parte, las principales materias primas de la empresa están conformadas por resinas, solventes, aditivos y pigmentos, destacando que cerca de un 70% de las mismas son de origen importado. Por otro lado, los precios de las materias primas muestran una alta correlación con los precios del petróleo, siendo que en los últimos años los aumentos de los mismos han sido trasladados a los precios finales de las pinturas. Por otro lado, debe destacarse el hecho de que CAVP se beneficia de las sinergias obtenidas por Inversiones Mundial al realizar las compras de materias primas como grupo económico, lo cual permite a sus empresas filiales acordar condiciones competitivas para las mismas con los principales proveedores internacionales.

Estrategia y Posición Competitiva

A lo largo de los años CAVP ha mantenido una posición de liderazgo en el sector de pinturas, gracias a su amplio portafolio de productos y a la solidez alcanzada por sus marcas en los últimos años. Igualmente, de acuerdo a información suministrada por la gerencia, las marcas de CAVP presentan la mayor presencia dentro de las ferreterías independientes en Venezuela, por ello es que en la actualidad, la empresa, incluyendo las marcas fabricadas por su segmento de maquila, mantiene actualmente una participación de mercado de 26%, nivel similar al de su principal competidor (Corimon), mientras que el resto del mercado se encuentra relativamente atomizado en una importante cantidad de fabricantes.

La estrategia de la empresa en el corto plazo se focalizará en la inversión en cerca de 11 millones de bolívares en automatización y sistemas, así como, en mejoras en planta a fin de cumplir con regulaciones ambientales. Igualmente, la empresa mantendrá su estrategia de mantener un adecuado margen EBITDA incrementando las ventas de las marcas de mayor valor agregado y el enfoque a los clientes en función de su rentabilidad. En este sentido, CAVP estima adicionalmente aplicar una política de reducción de costos junto con el fortalecimiento de la distribución directa de sus productos y la optimización de sus gastos de transporte.

Desde el punto de vista financiero la estrategia de la empresa estará orientada a lograr una mayor eficiencia en el manejo de capital de trabajo, específicamente a través de la reducción de los inventarios y disminución de los días de cobranza. Por otro lado, a fin de reducir el costo financiero, CAVP centrará su estrategia en reducir la utilización del descuento de giros (financiamiento de alto costo), incrementar la deuda bancaria a tasa preferencial y realizar una emisión de papeles comerciales por 40 millones de bolívares fuerte, a fin de cubrir sus necesidades de capital de trabajo.

Aspectos Regulatorios

Aún cuando desde el año 2003, producto de la estrategia gubernamental para reducir las presiones inflacionarias en el país, una larga lista de bienes y servicios comercializados en el país están sujetos a regulación de precios, el mercado de pinturas no cuenta con ningún tipo de regulación específica por parte de las autoridades.

Adicionalmente, en cuanto a las operaciones en moneda extranjera por parte de las empresas en Venezuela, el Ejecutivo Nacional decretó la aplicación de un control de cambio a partir del mes de febrero de 2003, limitando así las operaciones en el mercado de divisas. Tal medida, entre otras cosas limita el libre acceso a la moneda extranjera y exige la venta de los ingresos generados por la actividad de exportación al Banco Central de Venezuela lo cual podría afectar el desempeño de las empresas de la siguiente manera: a) Inconvenientes en el manejo de las compras de materia prima o productos en el exterior; b) Posibles retrasos en la cancelación de la deuda financiera o comercial denominada en moneda extranjera y c) Imposibilidad de continuar manejando contratos

denominados en moneda extranjera con clientes a nivel nacional, entre otras.

Considerando que la mayor parte de los insumos utilizados por CAVP son de origen importado, la empresa ha tomado ciertas medidas para mitigar el impacto del control de cambio impuesto por el Ejecutivo Nacional desde febrero del año 2003, al realizar el registro de su deuda comercial ante el ente encargado de administrar el sistema de control de cambios (CADIVI). En la actualidad, el sector de pinturas está llevando a cabo el proceso de obtención de divisas a través de operaciones de compra-venta de títulos valores, manteniendo adicionalmente depósitos en garantía en el exterior, a fin de continuar con la operatividad del negocio.

Desempeño Financiero¹

Al cierre del AF08 (culminado el 31 de diciembre de 2008) las operaciones de CAVP estuvieron enmarcadas por un entorno económico caracterizado por un menor nivel de crecimiento económico respecto al año 2007, ocasionando el aumento del volumen de ventas en los principales segmentos de productos (decorativos y maquila). Por su parte, la estrategia de focalizar sus ventas en las marcas de mayor valor agregado se reflejó en una mejora del margen EBITDA con relación al año 2007, el cual se ubicó en 16,6%, nivel considerado adecuado, siendo que el crecimiento del EBITDA y la estabilidad de los niveles de deuda, implicó una mejora importante en los indicadores de cobertura de intereses y de deuda. Es así, para el cierre AF08, la relación de EBITDA a gastos financieros se ubicó en 6,8 veces (2 veces en el año 2007), mientras que la relación de deuda total ajustada a EBITDA se ubicó en 0,8 veces (1,5 veces en el AF07), incluyendo dentro de los pasivos 14,7 millones de bolívares cuentas por pagar a relacionada que causa intereses, siendo que esta relación de apalancamiento se mantiene en un nivel considerado adecuado.

CAVP al formar parte de un grupo económico, mantiene importantes transacciones con otras empresas integrantes del mismo. Al cierre del año 2008, la empresa registró un saldo pasivo con sus relacionadas reflejo de las cuentas por pagar por compras de materia prima, contratación de servicios y un préstamo a intereses, el cual no tiene un vencimiento definido. Al cierre del año 2008, CAVP mantenía 34,3 millones y 57 millones de cuentas por cobrar y por pagar, respectivamente.

Para el período de 12 meses culminado el 30 de septiembre de 2009, la empresa refleja un perfil crediticio adecuado, siendo que gracias al mantenimiento de la tendencia creciente en el margen EBITDA, CAVP registró una mejora en los indicadores de apalancamiento y liquidez, los cuales se ubicaron en 0,7 veces y en 1,6 veces, respectivamente, a dicha fecha. Por su parte, la cobertura de gastos financieros experimentó un incremento con relación al cierre del año 2008, producto de la mayor generación de efectivo que compensó el aumento de los gastos financieros asociado a los mayores niveles de deuda financiera, ubicándose en 7,4 veces, nivel considerado adecuado.

Considerando que CAVP lleva a cabo la obtención de divisas para mantener su operatividad, a través de operaciones de compra venta de títulos valores, al incluirse las pérdidas asociadas a las mismas como gastos operativos, el margen EBITDA se mantiene en niveles adecuados y con una tendencia creciente, ubicándose en 12,9% a septiembre de 2009. Lo anterior implicaría una relación de apalancamiento y de cobertura de intereses de 1,1 veces y 4,3 veces, respectivamente a dicha fecha, siendo valores considerados adecuados.

¹ Cifras expresadas en bolívares constantes de septiembre 2009.

Fitch estima que a corto plazo las operaciones de la empresa se vean afectadas por un ciclo recesivo de la economía venezolana, lo cual en un contexto de un adecuado margen EBITDA, se reflejaría en indicadores de apalancamiento y cobertura acordes con la calificación asignada.

Resumen Financiero - C.A. Venezolana de Pinturas

(Cifras expresadas en bolívares fuerte constantes del 30 de septiembre de 2009, años fiscales culminados el 31 de diciembre)

Resumen Financiero	VEN-NIF			DPC-10				
	UDM sep-09	2008	2007	2007	2006	2005	2004	2003
Rentabilidad								
EBITDA Operativo	107.577.492	76.092.179	39.439.653	25.598.601	17.913.653	27.756.990	65.519.241	42.673.702
EBITDAR Operativo	107.577.492	76.092.179	39.439.653	25.598.601	17.913.653	27.756.990	65.519.241	42.673.702
Margen de EBITDA (%)	22,4	16,6	8,6	5,6	4,6	7,2	16,9	15,1
Margen de EBITDAR (%)	22,4	16,6	8,6	5,6	4,6	7,2	16,9	15,1
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	33,0	42,4	35,7	24,5	13,4	24,5	33,6	61,0
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	(6,6)	(1,6)	18,4	16,9	(3,5)	5,3	1,5	5,7
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	20,2	20,0	23,4	7,9	1,1	8,0	31,0	39,0
Coberturas								
FGO / Intereses Financieros	4,26	7,01	3,20	3,62	2,41	4,09	4,12	2,74
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros	7,41	6,83	2,00	2,67	1,78	2,96	5,00	1,93
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	7,41	6,83	2,00	2,67	1,78	2,96	5,00	1,93
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	1,59	1,34	0,67	0,95	0,32	0,95	1,65	0,75
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	1,59	1,34	0,67	0,96	0,32	0,93	1,67	0,75
FGO / Cargos Fijos	4,26	7,01	3,20	3,62	2,41	4,09	4,12	2,74
FFL / Servicio de Deuda	-0,26	0,07	1,77	3,30	(0,06)	1,00	0,49	0,67
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	-0,24	0,40	2,05	3,79	(0,05)	1,24	0,51	0,71
FGO / Inversiones de Capital	0,35	0,87	21,5					
Estructura de Capital y Endeudamiento								
Deuda Total Ajustada / FGO	1,13	0,81	1,15	0,89	2,77	0,97	0,69	0,66
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	0,49	0,60	1,00	0,67	2,55	0,73	0,40	0,82
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	0,48	0,35	0,57	0,15	2,49	0,48	0,39	0,77
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,65	0,83	1,83	1,21	3,74	1,35	0,57	0,94
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	0,64	0,58	1,41	0,69	3,68	1,09	0,55	0,89
Costo de Financiamiento Implícito (%)	28,79	26,23	83,18	19,27	19,15	20,75	18,90	19,28
Deuda Garantizada / Deuda Total	-	-	-	-	-	-	-	-
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	1,00	1,00	1,00	1,00	0,99	1,00	1,00	0,99
Balance								
Total Activos	326.912.520	310.024.871	292.993.605	296.675.316	356.251.290	257.464.667	233.268.793	164.700.678
Caja e Inversiones Corrientes	1.370.096	18.730.501	16.666.716	13.291.231	1.056.647	7.042.472	824.333	1.975.282
Deuda Corto Plazo	53.000.000	45.572.678	39.338.927	17.036.064	45.368.641	20.365.278	26.131.289	34.582.001
Deuda Largo Plazo	-	-	-	0	277.698	0	0	271.136
Deuda Total	53.000.000	45.572.678	39.338.927	17.036.064	45.646.339	20.365.278	26.131.289	34.853.137
Deuda asimilable al Patrimonio	-	-	-	-	-	-	-	-
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	53.000.000	45.572.678	39.338.927	17.036.064	45.646.339	20.365.278	26.131.289	34.853.137
Deuda Fuera de Balance	16.901.960	17.497.324	32.779.110	13.880.141	21.359.834	17.054.134	10.985.400	5.236.494
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	69.901.960	63.070.002	72.118.037	30.916.205	67.006.173	37.419.412	37.116.690	40.089.630
Total Patrimonio	117.456.265	121.023.549	103.820.041	112.093.782	115.444.755	115.476.507	125.486.120	59.292.262
Total Capital Ajustado	187.358.225	184.093.551	175.938.078	143.009.987	182.450.928	152.895.919	162.602.810	99.381.892
Flujo de Caja								
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	47.238.812	66.937.399	43.262.440	25.144.940	14.193.891	29.006.159	40.937.736	38.454.973
Variación del Capital de Trabajo	(39.915.858)	(57.085.588)	45.715.396	58.725.706	(24.084.641)	6.665.768	(34.972.297)	(22.337.898)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	7.322.954	9.851.811	88.977.836	83.870.646	(9.890.750)	35.671.927	5.965.439	16.117.075
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	-	-	-	-	-
Inversiones de Capital	(21.148.180)	(11.323.440)	(4.134.227)	-	-	-	-	-
Dividendos	(18.030.978)	(5.648.586)	(6.681.613)	(5.710.265)	(3.699.414)	(15.280.311)	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(31.856.204)	(7.120.215)	84.843.609	78.160.380	(13.590.163)	20.391.616	5.965.439	16.117.075
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	4.918.644	19.312	5.911.062	(2.669.939)	(4.627.928)	(6.177.134)	(5.319.989)	(628.587)
Otras Inversiones, Neto	3.131.121	3.131.121	(6.174.293)	110.971	45.552	1.244.038	12.619.129	138.449
Variación Neta de Deuda	1.267.005	6.233.751	(65.384.950)	(26.939.659)	26.044.718	9.616	(7.277.040)	(16.894.418)
Variación Neta del Capital	0	0	0	-	-	-	-	-
Otros (Inversión y Financiación)	14.216.050	(200.186)	311.506	(36.427.169)	(4.917.415)	(7.856.306)	(7.140.582)	(7.735.045)
Variación de Caja	(8.323.384)	2.063.783	12.825.320	12.234.584	2.954.764	7.611.829	(1.153.043)	(9.002.525)
Estado de Resultados								
Ventas Netas	479.571.072	459.319.880	460.108.517	461.444.059	385.809.720	386.943.159	388.125.447	282.460.225
Variación de Ventas (%)	-	(0,2)	-	20	(0)	(0)	37	38
EBIT Operativo	98.981.357	68.131.822	26.357.371	12.220.270	5.688.980	22.844.297	59.349.372	30.568.698
Intereses Financieros	14.510.065	11.138.207	19.698.450	9.591.342	10.039.636	9.378.141	13.109.606	22.143.770
Alquileres	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultado Neto	21.376.439	22.511.012	12.148.555	9.000.079	1.285.184	9.662.376	28.617.744	18.095.985

Copyright © 2009 de Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltda. y de sus filiales. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Prohibida la reproducción o retransmisión parcial o total sin contar con la autorización correspondiente. Todos los derechos reservados. Toda la información contenida en este documento está basada en información conseguida con los emisores, y suscriptores, así como con otras fuentes que Fitch considera que son confiables. Fitch no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información. Como resultado, la información contenida en este comunicado se entrega "tal como viene", sin asumir ninguna representación o garantía de ninguna clase. Una clasificación de riesgo de Fitch, constituye una opinión de la solvencia que tiene un determinado papel financiero. La clasificación de riesgo solamente menciona el riesgo de pérdida por concepto de riesgo de crédito y de ningún otro, excepto que tal riesgo se mencione de manera expresa. Fitch no está comprometido de manera alguna en la oferta o venta de ningún valor financiero. Un informe de riesgo de crédito de Fitch, no es ni un folleto informativo ni un sustituto de la información recopilada, confirmada, y presentada a los inversionistas por parte del emisor y de sus agentes, en conexión con la venta de los valores en cuestión. Las clasificaciones de riesgo pueden cambiarse, dejarse sin efecto, o retirarse en cualquier momento y por cualquier motivo a la libre discreción de Fitch. Fitch no proporciona ningún tipo de asesoría en materia de inversiones. Las clasificaciones de riesgo no son una recomendación para comprar, vender, o mantener algún tipo de valor mobiliario. Las clasificaciones de riesgo no hacen comentarios respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia de algún valor mobiliario para un inversionista en particular, o la naturaleza de alguna posible exención tributaria o imposibilidad de los pagos realizados con relación a algún valor mobiliario. Fitch percibe honorarios de parte de emisores, aseguradores, garantes, y suscriptores, por clasificar los valores mobiliarios. Tales honorarios fluctúan generalmente entre US\$1.000 dólares y US\$750.000 dólares (o el equivalente en la moneda que corresponda) por cada emisión. En algunos casos, Fitch clasificará todos o un número determinado de emisiones realizadas por un emisor en particular, o aseguradas o garantizadas por un asegurador o garantizador en particular, por un único honorario anual. Tales honorarios, se supone que fluctúan entre US\$10.000 y US\$1.500.000 (o el equivalente en la moneda que corresponda). El trabajo, publicación, o difusión de una clasificación de riesgo por parte de Fitch, no deberá constituir un consentimiento de parte de Fitch para utilizar su nombre como el de un experto, en conexión con cualquier declaración inscrita bajo las leyes federales de valores mobiliarios de los EE.UU., el Decreto sobre Servicios Financieros de Gran Bretaña (1986), o la legislación sobre valores financieros de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia que tienen los medios de publicación y distribución electrónicos, Los estudios realizados por Fitch pueden estar disponible para los suscriptores por medios electrónicos con hasta tres días de antelación respecto de los abonados a medios impresos